

Perspectivas Macro Santander

O último ato?

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em www.santander.com.br/economia

- Nesta semana, importantes ativos financeiros foram afetados pelo nervosismo do mercado relacionado ao surto de coronavírus e seu potencial (notavelmente adverso) impacto na economia global. Com a piora nos preços dos ativos de maior risco, tanto a taxa de câmbio quanto o mercado acionário brasileiros se enfraqueceram nos últimos dias, em contraste com uma menor inclinação da curva doméstica de juros. De fato, o declínio das taxas longas nesta semana pode ter refletido a percepção de um efeito global potencialmente desinflacionário da doença, indicando que o movimento de venda de ativos não deriva de fatores domésticos (idiossincráticos). De qualquer forma, a incerteza permanece elevada, com as notícias (sobre o coronavírus e seus impactos) ainda muito fluídas e preliminares.
- O Banco Central anuncia a decisão de política monetária na próxima quarta-feira (05/02). Em linha com o consenso de analistas e, em grande escala, a precificação da curva de juros, projetamos um corte na taxa Selic de 0,25 p.p., para 4,25% a.a., menor nível na história. Apesar de esperarmos um corte adicional de mesma magnitude em março, reconhecemos a chance elevada de que a redução de juros na semana que vem possa ser o último movimento do ciclo.
- Os indicadores de atividade de dezembro vêm fornecendo sinais ambíguos, já que o mercado de trabalho indica melhora gradual, enquanto a produção industrial sinaliza a existência de alguns obstáculos.
- Após a aceleração do IPCA em dezembro, esperamos que a variação mensal do índice recue para 0,33% em janeiro, devido, principalmente, à redução do choque de preços das proteínas animais observado nos últimos meses.
- O déficit primário do setor público em 2019 foi consideravelmente melhor do que a meta estipulada para o ano. Além disso, a razão entre dívida bruta e PIB recuou frente ao patamar observado em 2018. Contudo, estes resultados não foram acompanhados por uma mudança estrutural do gasto público. Assim, após a promulgação da reforma da previdência no ano passado, medidas e reformas adicionais precisam ser aprovadas, particularmente as direcionadas ao controle de despesas com pessoal.
- Enquanto os dados relativos a 2019 tranquilizaram os agentes econômicos quanto à robustez do balanço de pagamentos brasileiro, a divulgação da balança comercial de janeiro deverá suscitar alguma cautela quanto ao tema.
- Em meio às incertezas derivadas da epidemia de coronavírus, os agentes econômicos terão pela frente uma semana repleta de indicadores econômicos importantes referentes às principais economias mundiais.

1) Política monetária

Nesta semana, o Copom – Comitê de Política Monetária do Banco Central – anuncia a decisão sobre a taxa básica de juros. Em linha com o consenso de analistas e, em grande escala, o apreçamento da curva de juros, projetamos um corte na taxa Selic de 0,25 p.p., para 4,25%, novamente o menor nível na história.

O último relatório de inflação (4T20) mostrou que as principais simulações de inflação do Banco Central (BC) para 2020 – horizonte com maior peso na função de reação, neste momento – ainda apontam para algum espaço, ainda que marginal, para estímulo adicional. Dada a evolução dos dados econômicos desde a última reunião, não vemos alteração substancial tanto nas projeções de inflação, bem como no balanço de riscos. Não acreditamos que a leve aceleração de indicadores de inflação subjacente no último IPCA-15 já indique mudança importante na tendência (que segue bastante favorável) para a inflação corrente e prospectiva. Ainda mais considerando que, desde a última reunião do Copom, as expectativas inflacionárias recuaram e a atividade econômica mostrou menor dinamismo. Este último fator traz dúvidas sobre a força da



recuperação econômica em curso, tendo em vista o efeito - ainda difícil de se medir - dos estímulos temporários no consumo via liberação de recursos de contas do FGTS.

Por um lado, um corte na taxa Selic de 0,25 p.p. (i.e., menor intensidade que nas últimas reuniões), em conjunto com o tom do comunicado, ajudaria a transmitir a mensagem de que o ciclo está perto do fim. Por outro lado, um ajuste mínimo de juros a esta altura ainda deixaria o Copom com a opcionalidade de estimular um pouco mais a atividade (com um movimento final similar em março), caso a economia emita sinais mais fracos neste íterim. Em outras palavras, um corte de 25 p.b. neste momento permitiria à autoridade monetária tomar a decisão de finalizar o ciclo com um volume um pouco maior de informação sobre o processo de transmissão dos estímulos já implementados.

Desta forma, em termos de mensagem de política monetária, acreditamos que o Copom tentará transmitir, através do comunicado (e da ata, posteriormente), um sinal de que o ciclo está muito próximo do fim. Ao mesmo tempo, faz sentido pensar que a autoridade tentará reter alguns graus de liberdade para – se necessário – adicionar um pouco mais de estímulo em março.

Apesar de nosso cenário projetar um corte adicional de mesma magnitude em março, reconhecemos que há chance elevada de que este corte em fevereiro possa ser o último movimento do ciclo de afrouxamento.

2) Atividade Econômica

De acordo com a PNAD Contínua (que traz dados amostrais domiciliares sobre o mercado de trabalho), a taxa nacional de desemprego foi de 11,0% (da população economicamente ativa) no trimestre encerrado em dezembro. Este resultado veio em linha com as expectativas de analistas (nossa e do mercado). Este resultado se situa cerca de 0,6 p.p. abaixo da leitura observada no mesmo período de 2018, o que pode indicar certa aceleração na velocidade de queda interanual na taxa de desocupação. Os resultados dessazonalizados e sequenciais também mostram queda na desocupação, que atingiu – de acordo com nossos cálculos – a marca de 11,6%. Este foi o menor nível desde o 2T16. A taxa de desocupação segue em patamar ainda elevado, situando-se acima do nível de natural (ou estrutural) da economia brasileira, que estimamos em torno de 9,5%.

Em termos de composição desta recuperação do emprego, há sinais de melhora. Em primeiro lugar, os dados mostram alguma (leve) aceleração no ritmo de expansão da população ocupada nos últimos meses, com um crescimento interanual de 2,0% a/a e sequencial anualizado (dessazonalizado) de 1,4% t/t no trimestre encerrado em dezembro. Este ritmo supera a taxa de expansão da população economicamente ativa (PEA), que cresceu 1,2% a/a frente a um ano antes e variou -0,1% t/t contra o trimestre anterior. A taxa de participação no mercado de trabalho vem se mantendo estável em torno da média histórica (62,0%). Em segundo lugar, estimamos que cerca de 64% dos novos postos de trabalho (i.e., fluxos) gerados ao longo de um ano foram formalmente registrados, o que se compara a um patamar médio de 40% verificado ao longo de 2018. Os dados da PNAD Contínua indicam que 56% do atual estoque de trabalhadores ocupados estão formalizados. Ou seja, as estatísticas parecem confirmar os sinais mais favoráveis do emprego formal já indicados pela sondagem do Caged (em dados coletados junto às empresas).

No âmbito dos salários, a pesquisa mostra um crescimento gradual da renda real (i.e. ajustada para a inflação), com o rendimento médio tendo se elevado 0,5% a/a em termos interanuais reais e 3,7% t/t em termos sequenciais anualizados. A massa salarial real (i.e. renda agregada, também ajustada para a inflação) cresceu ao ritmo de 2,5% frente a um ano antes e 4,9% em bases sequenciais. Dado um nível de desemprego ainda acima do natural, seguimos projetando um crescimento bastante moderado da renda.

Assim como o resto da economia, o mercado de trabalho segue em tendência de recuperação gradual. Embora um excesso de mão de obra tenda a seguir limitando a expansão da renda média do trabalhador, a maior participação do emprego formal tende a dar maior fôlego ao consumo. Estimamos para 2020 novas quedas na taxa de desocupação, e com participação crescente dos empregos formais.

Ainda sobre o tema de atividade econômica, o IBGE divulgará na terça-feira (04/02) a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) de dezembro: prevemos queda de 0,9% na comparação com o mesmo mês de 2018, o que implica em redução de 0,5% na comparação com novembro, já descontadas as influências sazonais. Caso nossa projeção se materialize, a indústria terá crescido apenas 0,2% no último trimestre de 2019, sendo assim responsável por parte da frustração em relação ao crescimento econômico no período. No ano de 2019, a indústria deve ter recuado 1,1%, principalmente por conta da forte queda da indústria extrativa (-9,5%) após o rompimento da barragem de Brumadinho-MG.



3) Inflação

O IPCA registrou elevação mensal de 1,15% em dezembro, o que significou variação de 4,31% em 2019. Conforme temos enfatizado, avaliamos que essa alta se tratou de um repique temporário derivado do choque observado nos preços das proteínas animais. Desta maneira, projetamos variação mensal de 0,33% para o IPCA de janeiro de 2020, sinalizando uma desaceleração importante dos preços, ainda que insuficiente para trazer a variação do IPCA em 12 meses (4,31%) para um patamar inferior à meta estipulada para 2020 (4,00%).

Estimamos que essa desaceleração em janeiro ocorreu pelo melhor comportamento dos preços de alimentos e vestuário: o primeiro pela variação menor dos preços de proteína animal, e o segundo devido às liquidações de início de ano. Por conta disto, traçamos uma tendência declinante para o IPCA neste primeiro trimestre de 2020. As coletas de preços mais recentes têm indicado recuo nas cotações de proteínas animais, energia elétrica, hortifrúti e combustíveis, quadro que nos leva a projetar uma variação entre 0,70% e 0,75% para o IPCA do 1T20 – janela de tempo que deverá ser de bastante relevância para a decisão do Comitê de Política Monetária na próxima semana.

4) Política Fiscal

Conforme divulgado pelo Tesouro Nacional na última quarta-feira (29/01), o governo central registrou déficit primário de R\$ 14,6 bilhões em dezembro, resultado que surpreendeu fortemente nossa expectativa e o consenso de mercado, que apontavam para ligeiro superávit no mês. A diferença entre nossa projeção e o resultado efetivo decorreu principalmente da capitalização de empresas estatais (totalizando quase R\$ 10 bilhões), que impulsionaram as despesas discricionárias no período. Com isso, as contas do governo central encerraram 2019 com déficit primário de R\$ 94,5 bilhões (-1,3% do PIB), montante consideravelmente melhor do que a meta orçamentária do ano passado (-R\$ 139 bilhões ou -1,9% do PIB). O grande volume de receitas extraordinárias, oriundas sobretudo dos leilões de petróleo realizados no último bimestre (ex: R\$ 23,7 bilhões com o leilão da cessão onerosa) e de pagamentos de dividendos por bancos públicos, contribuíram bastante para esta diferença. Para 2020, por sua vez, projetamos déficit primário de R\$ 107,5 bilhões (-1,4% do PIB) ao governo central, frente a uma meta de R\$ 124,1 bilhões (-1,6% do PIB) estabelecida no orçamento público. Fatores como (i) ritmo mais forte de crescimento econômico (projetamos alta de 2,3% para o PIB este ano), (ii) estabilidade real do salário mínimo e (iii) estabilidade nominal dos salários de servidores públicos civis exercerão papel importante no cumprimento da meta de resultado primário em 2020, em nossa avaliação.

Em relação ao setor público consolidado - inclui governo federal, governos regionais e empresas estatais -, o déficit primário de R\$ 13,5 bilhões em dezembro surpreendeu positivamente nossa projeção e a expectativa do mercado, que indicavam saldo negativo na ordem de R\$ 20 bilhões. Dessa forma, as estatísticas publicadas pelo Banco Central mostraram déficit total de R\$ 61,9 bilhões em 2019 (-0,85% do PIB), frente à meta orçamentária de R\$ 132 bilhões (-1,8% do PIB). Para este ano, por sua vez, esperamos um volume bem menor de receitas não recorrentes, o que deverá contribuir para um aumento do déficit em comparação ao último ano – esperamos saldo negativo de R\$ 98,5 bilhões (-1,3% do PIB), ou seja, uma folga de R\$ 20 bilhões ante a meta definida no orçamento (-R\$ 118,9 bilhões ou -1,6% do PIB).

Ainda com base nos dados divulgados pelo Banco Central, a razão entre dívida pública bruta e PIB encerrou 2019 em 75,8%, nível inferior ao observado no final de 2018 (76,5%). Este resultado ilustra bem a significativa desalavancagem do endividamento público no período recente. O menor custo de rolagem da dívida - na esteira do recuo da percepção de risco fiscal e das taxas de juros -, a recuperação cíclica do PIB, as devoluções antecipadas de recursos do BNDES ao Tesouro Nacional e o resultado positivo das operações do Banco Central no mercado de câmbio à vista (implicando a redução do estoque de compromissadas) no 2º semestre de 2019 são as principais razões por trás dos números mais favoráveis de dívida. Acreditamos que a razão entre endividamento bruto e PIB seguirá em queda (gradual) neste e nos próximos anos.

No entanto, a desalavancagem da dívida não tem sido acompanhada por uma redução estrutural dos gastos públicos. Após a promulgação da reforma previdenciária no ano passado, outras medidas de controle de gasto obrigatório precisam ser aprovadas, principalmente no que se refere às despesas com pessoal. Nosso cenário-base contempla a aprovação de um pacote de emergência fiscal em 2020, ainda que com possíveis mudanças após negociações no Congresso. Levando em consideração esta premissa, esperamos cumprimento da regra do teto de gastos nos próximos anos e retorno de resultados primários superavitários a partir de 2023.

5) Setor Externo

Embora maior que o estimado, o déficit em transações correntes (DTC) de dezembro (-US\$ 5,7 bilhões versus -US\$ 4,3 bilhões) confirmou nossa visão geral de que a deterioração dos dados do setor externo brasileiro perdeu ritmo no último



ano. Enquanto o desequilíbrio anual cresceu US\$ 9,2 bilhões em 2019 – de US\$ 41,5 bilhões em 2018 para US\$ 50,8 no ano passado – o DTC havia avançado US\$ 26,5 bilhões entre 2017 e 2018. Ademais, dada a nossa expectativa de uma recuperação econômica gradual nos próximos anos, avaliamos que este padrão mais tranquilizador deverá continuar e projetamos que o DTC anual atingirá US\$ 56,2 bilhões em 2020.

Não fosse pela contração de US\$ 13,6 bilhões do saldo comercial, o DTC teria registrado um desempenho ainda melhor em 2019. É importante notar que esta deterioração não veio de um aumento das importações – na verdade, houve queda de US\$ 1,5 bilhão nestes dispêndios – mas sim por uma queda abrupta das receitas de exportações observadas no ano passado. Para 2020, acreditamos que as exportações deverão se estabilizar, já que a economia mundial começa a apresentar sinais esparsos de retomada – embora reconheçamos que a epidemia de coronavírus deverá pesar sobre os indicadores de confiança nos próximos meses. Contudo, as importações deverão crescer modestamente na esteira do passo mais firme que imaginamos para a economia brasileira à frente, o que significa que o saldo comercial continuará encolhendo neste ano. A grande questão é quão ampla deverá ser esta deterioração.

A divulgação da balança comercial de janeiro na próxima segunda-feira (03/02) vai começar a nos ajudar a responder a esta questão, mas os dados semanais não têm trazido bons agouros. As médias por dias úteis tanto de exportações quanto importações têm apontado taxas interanuais de quedas de dois dígitos – 18,4% e 12,8%, respectivamente – que são parcialmente explicadas pelo fato de os dados de janeiro de 2019 contarem com operações de plataformas de exploração de petróleo. Não obstante, quando eliminamos esta influência, observamos que a média diária de importações em 2020 é similar à observada no ano passado, enquanto o mesmo tratamento resulta em média diária de exportações 12% inferior à registrada em 2019. Caso esta tendência se estenda ao longo do ano, então a hipótese de deterioração suave do déficit em transações correntes terá de ser revista.

6) Ambiente Internacional

Os mercados globais continuam com suas atenções voltadas para a evolução da epidemia do coronavírus. O número de casos continua subindo de forma acelerada na China, embora a taxa de mortalidade esteja estável e abaixo das epidemias anteriores (SARS e H1N1). Fora da China, novos casos e suspeitas continuam surgindo, mas não há nenhuma morte contabilizada até o momento. Dentro da agenda econômica usual, nesta semana ocorreu a primeira reunião de política monetária do Federal Reserve (Fed) em 2020. Na reunião, o banco central americano decidiu manter a banda para a taxa de juro de referência inalterada em 1,5% – 1,75% a.a. e reforçou a mensagem de que o patamar atual de juro deve continuar sendo apropriado por um longo período, salvo uma mudança “material” no cenário econômico. Neste contexto, também nesta semana foi divulgado o PIB do 4º trimestre de 2019 dos EUA que, conforme esperado, mostrou um crescimento anualizado de 2,1% no trimestre e 2,3% no ano – o mesmo bom ritmo que a economia americana vem apresentando recentemente e que é também a média dos últimos 10 anos. Foi divulgado também o PIB da Zona do Euro do 4º trimestre, mostrando crescimento anualizado trimestral de 0,4%, ritmo bem fraco e abaixo das expectativas de mercado. No ano fechado de 2019, o PIB da Zona do Euro cresceu 1,2%.

Na próxima semana a agenda global seguirá cheia, com os primeiros dados econômicos referentes a janeiro para a economia dos EUA, em especial os dados de mercado de trabalho e os ISMs de manufatura e serviços – os mais importantes indicadores coincidentes para a economia americana. Serão divulgados também os demais PMIs globais, em especial o oficial da China e a divulgação definitiva para a Zona do Euro. Além dos dados econômicos, haverá a primeira primária democrata nos EUA (Iowa), dando início ao processo eleitoral que definirá o candidato a enfrentar Donald Trump na eleição presidencial em novembro. Os mercados globais podem ficar sensíveis caso candidatos vistos como mais radicais à esquerda tenham bom desempenho no pleito de Iowa, embora este estado não tenha grande relevância em termos de número de delegados atribuídos para garantir a nomeação.



Últimas Publicações

Português

- Projeções Macro para 2020 (jan/2020)
- Melhores Perspectivas (dez/2019)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)
- O Segredo está nos Detalhes (set/2019)

Inglês

- FX Compass – BRL: We hope they'd got it (Jan20)
- Brazil Macro Propositions for 2020 (Jan20)
- A Better Outlook (Dec19)
- FX Compass – BRL: Buckle up (Nov19)
- Better Days Ahead (Nov19)

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.